

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CERO UNO FTHVCPA01

Comité No. 099/2025	Fecha de comité: 25 de abril de 2025
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas
Periodicidad de actualización: Semestral	San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis		
Rebeca Bonilla rbonilla@ratingspcr.com	Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

Fecha de información	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24
Fecha de comité	12/04/2023	27/09/2023	09/04/2024	28/10/2024	25/04/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores CEPA 01					
Tramo 2 al 7 por USD 73,800,000	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes"

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de "AAA" a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01, con perspectiva "Estable", con información auditada al 31 de diciembre de 2024.

La clasificación se sustenta en la capacidad alta de pago del Fondo de Titularización, respaldada por una adecuada generación de ingresos provenientes de las operaciones aeroportuarias y portuarias, que permiten al Originador cumplir oportunamente con sus obligaciones. Asimismo, se valoran positivamente los niveles de solvencia, liquidez y rentabilidad sólidos. Además, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros que respaldan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos.** La emisión cuenta con dos respaldos legales y operativos que garantizan el cumplimiento de sus obligaciones: a) una Cuenta Restringida con al menos una cuota de cesión acumulada y b) una Orden Irrevocable de Pago suscrita con la colecturía de derechos por uso, operación y ocupación de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional de El Salvador¹. Además, como resguardo financiero, el Originador no puede ceder más del 20% de sus ingresos, y a la fecha de análisis, CEPA ha cedido el 6.33% cumpliendo satisfactoriamente con sus compromisos.
- **Ingresos de operación favorecen las coberturas de cesión.** Los ingresos generados por actividades aeroportuarias ascendieron a USD 228.26 millones, reflejando un crecimiento interanual del 27.91%, impulsados principalmente por mayores transferencias de capital y mayores ventas de bienes y servicios. Los ingresos aeronáuticos crecieron un 14.64%, totalizando USD 116.32 millones, lo que representa el 50.96% del total de ingresos de CEPA. Como resultado, la entidad mantiene altos niveles de cobertura de cesión, alcanzando 21.37 veces (diciembre 2023: 15.79 veces), mientras que la cobertura de ingresos aeronáuticos se ubicó en 10.89 veces (diciembre 2023: 8.98 veces).
- **Mejora en los ratios de rentabilidad.** PCR destaca la mejora en los niveles de rentabilidad de la entidad, impulsada por el sólido desempeño de los ingresos de CEPA, lo que se refleja en un ROA de 8.87% y un ROE de 14.51% al cierre de diciembre de 2024 (vs. 4.68% y 7.36% en 2023).
- **Incremento en los niveles de liquidez.** La liquidez de la entidad se ha fortalecido como resultado del aumento en recursos disponibles e inversiones, lo que mejora su capacidad para enfrentar obligaciones de corto plazo. El indicador de liquidez se ubicó en 1.91 veces (diciembre 2023: 1.90 veces) y la razón ácida en 1.80 veces (diciembre 2023: 1.72 veces). En línea con lo anterior, el capital de trabajo registró un crecimiento del 31.52%, totalizando USD 95.81 millones (diciembre 2023: USD 72.85 millones). Este desempeño brinda mayor margen de maniobra financiera para la ejecución de proyectos estratégicos y futuras inversiones.
- **Holgados indicadores de solvencia.** En línea con su comportamiento histórico, los niveles de solvencia se mantuvieron por debajo de una vez, reflejando la política de la entidad de operar con bajo endeudamiento, respaldando sus activos principalmente con capital propio. En este contexto, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.49 veces (diciembre 2023: 0.50 veces) y la razón de endeudamiento en 0.30 veces (diciembre 2023: 0.32 veces), lo que evidencia una relación óptima entre obligaciones y patrimonio, favoreciendo una posición de solvencia holgada.

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- No aplica, el Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del Originador a partir de una disminución en los ingresos percibidos por actividades portuarias y aeroportuarias que ajusten las coberturas de cesión, así como el incumplimiento de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 6 de noviembre 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

PCR basó su análisis en los estados financieros auditados del Fondo de Titularización al 31 de diciembre de 2024 y en los estados financieros preliminares de CEPA a la misma fecha. Asimismo, utilizó información proporcionada por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, incluyendo contratos, prospectos de emisión, modelo financiero, entre otros documentos relevantes.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A la fecha de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes.

Limitaciones potenciales: Crisis ambientales y sociales que afecten la economía nacional e internacional impidiendo las operaciones portuarias y aeroportuarias.

Hechos Relevantes

El 31 de mayo 2024 se aprobó el fondo FTIHVCPA03, el cual realizó su primera colocación el 24 de marzo de 2025. En consecuencia, PCR dará seguimiento al desempeño del originador considerando los tramos colocados de la nueva titularización.

¹ TACA International Airlines, S.A.; American Airlines, Inc.; Continental Airlines, S.A. de C.V.; y Líneas Aéreas Costarricenses, S.A.

Panorama Internacional

El crecimiento económico global ha mostrado signos de estabilización, registrando una tasa de expansión del 2.7% en 2023 y 2024. Este desempeño ha sido favorecido por la flexibilización de las políticas monetarias, las cuales han brindado apoyo a la actividad económica y contribuido al cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos por los bancos centrales. Sin embargo, aunque la estabilidad en la tasa de crecimiento es un factor positivo, esta sigue siendo insuficiente para contrarrestar los efectos adversos derivados de diversos eventos ocurridos desde el inicio de la década.

Según las proyecciones del Banco Mundial, se espera que el crecimiento económico global se mantenga en 2.7% durante 2025 y 2026. En su informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales, la institución también prevé que las economías emergentes continuarán experimentando un crecimiento en torno al 4%, aunque esta cifra se encuentra por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Este escenario presenta desafíos significativos para los países emergentes, particularmente en lo que respecta a la lucha contra la pobreza y la promoción del desarrollo económico sostenible.

El cambio de administración en Estados Unidos a inicios de 2025 ha marcado un giro significativo en la política comercial del país, caracterizado por la amenaza y la implementación de aranceles sobre las economías vecinas, así como sobre China y otras economías emergentes. Esta nueva postura comercial plantea riesgos de distorsiones en los mercados globales, con efectos adversos potenciales sobre las economías emergentes, las cuales podrían enfrentar tensiones adicionales en sus flujos comerciales y en sus cadenas de suministro.

Adicionalmente, un factor crucial a considerar es la crisis migratoria, exacerbada en gran medida por el endurecimiento de los regímenes autoritarios en diversas regiones del mundo. En este contexto, Estados Unidos ha adoptado políticas de deportaciones masivas, lo que no solo intensifica la presión sobre el sistema migratorio del país, sino que también agrava las dinámicas socioeconómicas y geopolíticas en las economías de origen y destino de los flujos migratorios, que a su vez podrían generar una reducción en los flujos de remesas hacia los países que tienen una alta dependencia de dichos ingresos en sus economías.

En el contexto de tasas de interés, durante el 2024 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realizó 3 recortes desde 5.25% hasta 4.25% a medida que los niveles de inflación se moderaban y la economía estadounidense mostraba signos de estabilidad y crecimiento. Las expectativas para 2025 se mantienen en dos recortes adicionales, según la última reunión de la FED en diciembre de 2024, hasta alcanzar el rango de 3.5% y 3.75%; lo que dependerá de los signos que muestre la economía y los efectos de la política comercial y monetaria, así como la evolución de los niveles inflacionarios de Estados Unidos.

Desempeño Económico de El Salvador

La actividad económica del país se ha moderado en el segundo semestre de 2024. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento interanual de 1.58% al tercer trimestre, similar al del segundo trimestre (1.53%); pero por debajo del registrado en el primero (3.45%) e inferior a las expectativas que tenía el Banco Central de Reserva (BCR) para el 2024 (3.5%). Lo anterior se explica a partir de que 7 de las 21 actividades usadas en la medición de PIB reportan variaciones negativas, dentro de las que destacan la de administración pública y defensa (-3.55%), enseñanza (-3.44%), transporte y almacenamiento (-2.29%), explotación de minas y canteras (-1.63%) e industrias manufactureras (-1.34%). La actividad que presenta un mayor repunte es la de financieras y seguros con un crecimiento interanual de 9.49%, seguida de actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (6.12%) y actividades de atención a la salud humana social (5.04%).

Por otra parte, la inflación ha reportado los niveles más bajos después de haber alcanzado rangos históricos postpandemia. A diciembre de 2024 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) resultó en 0.29%. Este comportamiento ha estado influenciado por las divisiones de la canasta básica de alimentos y bebidas no alcohólicas (-0.47%), recreación y cultura (-2.51%), muebles y artículos para el hogar (-2.18%), transporte (-1.58%) y comunicaciones (-0.39%). En términos anuales se observa una reducción significativa en el índice que cerró en 2023 en 1.23%.

Uno de los sectores que ha sido el impulsor de la economía es el financiero que ha mostrado resiliencia y un buen dinamismo al reportar una cartera de préstamos neta de USD 19,024 millones, reflejando un incremento de 6.42% (USD 1,147 millones). Los depósitos, por su parte, registraron un crecimiento de 7.91% (USD 1,478 millones), impulsados principalmente por los depósitos a la vista (+10.28%). Las tasas de interés, en concordancia con la dinámica de ajustes a la baja de las tasas de referencia internacionales, muestran una tendencia decreciente. La tasa de préstamos hasta un año plazo pasó desde 8.2% al cierre de 2023 a 7.87% a diciembre de 2024; mientras que la tasa de rendimiento de depósitos a 180 días registró un ligero aumento al pasar de 5.43% a 5.53%, dando como resultado un menor spread (2.34%) vs 2023 (2.77%).

En el sector fiscal, El Salvador cerró 2024 con un déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de USD 955.60 millones², mayor en 21.3% (USD 167.9 millones) al de 2023. Según las cifras del Banco Central de Reserva los ingresos corrientes reportaron un aumento del 7.1% (USD 599.8 millones) debido principalmente a los ingresos tributarios netos; mientras que los gastos y concesión neta de préstamos registraron un aumento de 8.5% (USD 779.7 millones) producto

² No se incluye pensiones

del aumento de gastos corrientes de consumo e intereses. Cabe destacar que actualmente se tiene un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional con la finalidad de alcanzar un mejor equilibrio fiscal y sostenibilidad de la deuda.

En el sector externo, la balanza comercial de El Salvador cerró el 2024 con un déficit de USD 9,525 millones, superando en 4.1% (USD 375 millones) al déficit reportado en 2023. Las exportaciones FOB totalizaron en USD 6,448 millones y mostraron un comportamiento ligeramente a la baja (-0.8%; USD 50.6 millones) debido principalmente a la industria manufacturera de maquila (-11.18%; USD 115.3 millones). Por su parte, las importaciones registraron un aumento interanual de 2.1% (USD 324.3 millones), también impulsadas por la industria manufacturera (+3.9%; USD 539 millones) y que contrarrestó la reducción en otros productos.

Algunos factores positivos para la economía y el perfil de riesgo del país son las remesas que continúan creciendo y alcanzando cifras récord; aunque con una tasa de crecimiento que se ha desacelerado a niveles más bajos desde 2015. En 2024, las remesas familiares totalizaron los USD 8,479.7 millones con una tasa de crecimiento interanual de 2.5%. Estados Unidos continúa representando el principal país de donde proviene este flujo de divisas. Estas representan aproximadamente el 24% del PIB. Otro factor positivo y resultado de la mejora en el perfil de deuda del país es el riesgo país medido a través del EMBI (*Emerging Market Bonds Index*) que ha tenido una evolución positiva en el último año al pasar de 6.8% en diciembre de 2023 a 3.9% al cierre de 2024.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, es una entidad especializada en la estructuración y administración de procesos de titularización en El Salvador. Constituida en 2008, forma parte del Grupo Hencorp, un conglomerado con presencia en América Latina y Estados Unidos. Opera bajo el marco regulatorio del mercado de valores salvadoreño y cumple con los estándares normativos establecidos por las autoridades financieras.

La entidad ofrece titularizaciones respaldadas por flujos futuros y activos financieros para los sectores público y privado, mejorando el acceso a financiamiento y liquidez. Es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, y gestiona el 59.30% del patrimonio total de las titularizaciones activas en el país.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

PCR considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido Gobierno Corporativo respaldado por su Junta Directiva, manuales, comités y principios éticos, lo que fortalece la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con la normativa NPR-11 del BCR y mitigar riesgos, Hencorp Valores implementó un Manual de Gestión de Riesgos y cuenta con auditoría externa regulada, asegurando una gestión conforme a los estándares normativos.

Resultados financieros

Dada la naturaleza del negocio de la titularizadora, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad. En este contexto, al cierre de diciembre de 2024, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente en comparación con el resultado interanual, situándose en 2.8 veces (diciembre 2023: 3.0 veces). Sin embargo, la entidad continúa reflejando una sólida capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

El desempeño de sus ingresos y egresos influyó ligeramente en los indicadores de rentabilidad, registrando un ROA de 38.0% (diciembre 2023: 42.0%). Asimismo, el ROE se ubicó en 58.7% (diciembre 2023: 62.6%). A pesar de la reducción en estos indicadores, la titularizadora mantiene niveles de rentabilidad elevados, alineados con su promedio de los últimos cuatro años.

Estructura de la Titularización

El fondo se crea para titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de CEPA, correspondientes a los primeros ingresos mensuales provenientes de la venta de bienes y servicios en sus instalaciones, incluyendo aeropuertos y puertos, así como ingresos por actualizaciones y ajustes, ingresos financieros y otros determinados por leyes y reglamentos. Los fondos que CEPA reciba por la cesión de estos derechos al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO UNO serán invertidos en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios del Aeropuerto Internacional El Salvador.

Datos básicos de la Emisión	
Denominación del Fondo:	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno - FTHVCPA 01
Originador:	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Monto de la Emisión	Hasta US\$77,700,000.00
Plazo de la emisión	190 meses
Respaldo de la emisión	El patrimonio del Fondo de Titularización.
Destino de los fondos:	Los fondos que se obtuvieron por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de la CEPA según se establece en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Cuentas bancarias:	Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores.

Cuenta Discrecional: será la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos, transferir fondos y recibir fondos de la Cuenta Restringida.
Orden Irrevocable de Pago: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.

Fuente: Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora / **Elaboración:** PCR

Se abrieron dos cuentas a nombre del Fondo de Titularización: una cuenta discrecional y una cuenta restringida. La Sociedad Titularizadora realiza todos los pagos desde la cuenta discrecional. Esta cuenta recibe fondos del Originador, paga a los inversionistas, cubre gastos, transfiere fondos y recibe fondos de la cuenta restringida que administra los fondos en garantía de la operación. Mensualmente, se transfiere una cantidad determinada de la cuenta discrecional para conformar el depósito restringido³.

Análisis del Originador

Reseña

La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) opera bajo un marco legal que regula sus funciones, garantizando el cumplimiento de estándares nacionales e internacionales en la administración de infraestructura portuaria y aeroportuaria. Su gestión es clave para el desarrollo económico del país, facilitando el comercio exterior y optimizando la logística de importaciones y exportaciones.

Actualmente, administra activos estratégicos como el Puerto de Acajutla, el Aeropuerto Internacional de El Salvador y otras terminales clave. Además, CEPA impulsa proyectos de modernización y alianzas con el sector privado para mejorar la competitividad y eficiencia del sistema de transporte y comercio del país.

Gobierno corporativo del Originador

CEPA es una entidad autónoma del Estado de El Salvador, y como tal, su patrimonio pertenece en su totalidad al Estado salvadoreño, sin tener accionistas individuales. Asimismo, CEPA se rige por la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa de El Salvador. A su vez, la entidad es dirigida por una Junta Directiva compuesta por representantes de diversas instituciones gubernamentales y del sector privado. Estos miembros desempeñan roles clave en la administración y supervisión de las operaciones portuarias y aeroportuarias de El Salvador.

Como órgano estatal, CEPA cumple con las disposiciones en la Ley de Acceso a La Información Pública (LAIP), y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de La Administración Pública (LACAP), que buscan que la entidad garantice transparencia en sus operaciones.

Análisis Financiero

Resultados

PCR considera que la entidad mostró un sólido desempeño financiero, remarcado por un crecimiento en ingresos operativos, impulsado por mayores transferencias de capital y un incremento en la venta de bienes y servicios. La actividad aeroportuaria registró un alza en pasajeros, aterrizajes y carga, mientras que los ingresos portuarios presentaron una leve contracción. A pesar del aumento en costos y gastos de gestión, la utilidad y el margen neto mejoraron significativamente. Asimismo, el EBITDA y su margen reflejaron una mayor eficiencia operativa, fortaleciendo la rentabilidad y la cobertura de gastos financieros.

Los ingresos operativos de CEPA ascendieron a USD 228.26 millones, reflejando un crecimiento interanual del 27.91%, impulsado principalmente por el aumento en las transferencias de capital, que sumaron USD 37.00 millones los cuales serán destinados a la ejecución de proyectos relacionados con el aeropuerto del pacífico, seguido de mayores ingresos por venta de bienes y servicios (USD 11.92 millones) y actualizaciones y ajustes (USD 4.10 millones).

Los ingresos provenientes de actividades aeroportuarias totalizaron USD 116.32 millones, con un crecimiento del 14.64%, representando el 50.96% de los ingresos totales de la entidad. Este desempeño se explica principalmente por el incremento del 21.65% en la recaudación de derechos de embarque, así como por el crecimiento del 6.59% en ingresos no aeronáuticos, impulsado por las tarifas de mejoras aeroportuarias⁴. Por su parte, los ingresos del Puerto de Acajutla totalizaron USD 71.62 millones, reflejando una leve contracción del 1.82%, atribuida a la reducción del 14.59% en carga general y del 13.16% en servicios a naves. No obstante, el incremento del 17.85% en otros ingresos no operativos compensó parcialmente esta disminución.

Es relevante para efectos del análisis destacar que el número de pasajeros experimentó un incremento del 16.34% en comparación con diciembre de 2023, alcanzando un total de 5.29 millones. En cuanto a los aterrizajes, se observó un crecimiento del 9.33%, con un total de 24,533 operaciones. Adicionalmente, el volumen de carga aumentó en 21.17%, alcanzando los 35.93 millones de kilogramos. Lo anterior contribuyó a la buena dinámica de los ingresos.

³ Para conocer más detalles sobre la emisión, remitirse a: [Prospecto FTHVCPA 01.pdf \(bolsadevalores.com.sv\)](https://bolsadevalores.com.sv/Prospecto_FTHVCPA_01.pdf)

⁴ Se ha implementado la Tarifa de Mejoras Aeroportuarias, que las líneas aéreas notificarán diariamente a la Sección de Facturación, Recaudación y Pagos del AIES. Esta tarifa, que asciende a US \$1,000.00 + I.V.A. por pasajero con nacionalidad perteneciente al continente africano; con el objetivo de contribuir al desarrollo y modernización de las instalaciones aeroportuarias.

Los costos y gastos de gestión totalizaron USD 133.69 millones, reflejando un incremento del 12.85%, impulsados principalmente por el aumento en transferencias corrientes al sector público en 148.68% (+USD 9.41 millones), seguido por mayores gastos en bienes de consumo y servicios en 31.28% (+USD 6.55 millones) y transferencias corrientes al sector privado (+USD 3.3 millones). No obstante, este incremento fue parcialmente compensado por la reducción en gastos de personal en 7.41% (-USD 4.18 millones) y en gastos por actualizaciones y ajustes en 46.87% (-USD 1.56 millones). Como resultado, la utilidad neta ascendió a USD 67.68 millones, superando los USD 31.99 millones registrados en diciembre de 2023, lo que representa un incremento del 111.55%. Esto también se reflejó en una mejora del margen neto, que pasó de 17.93% a 29.65%.

El crecimiento de los ingresos impulsó una mejora significativa en el EBITDA, que aumentó un 39.74% hasta alcanzar los USD 127.29 millones, elevando el margen EBITDA a 55.8% (diciembre 2023: 51.0%). Esta tendencia refleja una mayor eficiencia operativa, lo que, de sostenerse, fortalecería la capacidad de generación de flujo operativo en el mediano plazo. Asimismo, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se incrementó a 9.78 veces, frente a 7.89 veces en el período anterior, lo que mejora el perfil de solvencia de la entidad y reduce el riesgo financiero percibido. Desde la perspectiva de rentabilidad, el incremento en la recaudación de ingresos permitió mejorar los principales indicadores, con un ROA que pasó de 4.68% a 8.87% y un ROE de 7.36% a 14.51%, significando un escenario favorable para el fortalecimiento de la rentabilidad sobre activos y patrimonio en los próximos periodos.

Riesgo de Liquidez

La entidad mostró un fortalecimiento financiero, impulsado por el crecimiento de sus activos, mayor liquidez y un incremento en inversiones. Aunque los pasivos aumentaron, la reducción del endeudamiento contribuyó a mantener una estructura financiera equilibrada, asegurando solidez para el cumplimiento de sus obligaciones y continuidad operativa.

Los activos de CEPA alcanzaron los USD 763.17 millones, reflejando un incremento del 11.60%. Este crecimiento fue impulsado por el aumento en fondos disponibles y en inversiones en proyectos. Por su parte, los pasivos totalizaron USD 228.91 millones, con un alza del 5.36% (+USD 11.6 millones), principalmente por el incremento en acreedores financieros. Este efecto fue atenuado por la reducción del endeudamiento interno (-8.16%; -USD 8.50 millones) y externo (-33.87%; -USD 5.26 millones).

En consecuencia, el indicador de liquidez se situó en 1.91 veces (diciembre 2023: 1.90 veces). Asimismo, la liquidez ácida, que refleja la capacidad de la entidad para cumplir sus obligaciones con los activos más líquidos, alcanzó 1.80 veces (diciembre 2023: 1.72 veces), evidenciando una ligera mejora interanual en ambos indicadores. Adicionalmente, el capital de trabajo registró un crecimiento del 31.52%, totalizando USD 95.81 millones (diciembre 2023: USD 72.85 millones). Estos niveles de liquidez se consideran óptimos para el cumplimiento de las obligaciones financieras de la entidad, asegurando su capacidad operativa y respaldo ante eventuales requerimientos de corto plazo.

Riesgo de Solvencia

El patrimonio de CEPA experimentó un crecimiento significativo, impulsado por los resultados de ejercicios anteriores y el desempeño del periodo actual. Los indicadores de solvencia se mantuvieron estables, reflejando un bajo nivel de endeudamiento y un respaldo sólido de activos con capital propio, asegurando una adecuada capacidad para afrontar sus obligaciones financieras.

El patrimonio de la entidad alcanzó los USD 534.25 millones, registrando un crecimiento del 14.5% (+USD 68.67 millones), impulsado por el incremento en los resultados de ejercicios anteriores (+26.4%: USD 31.99 millones) y los resultados del ejercicio actual (+111.6%: USD 35.69 millones). En línea con su comportamiento histórico, los indicadores de solvencia se mantuvieron por debajo de 1 vez, reflejando los bajos niveles de endeudamiento, dado el alto respaldo de sus activos con capital propio. El apalancamiento patrimonial se situó en 0.49 veces (diciembre 2023: 0.50 veces), mientras que la razón de endeudamiento alcanzó 0.30 veces (diciembre 2023: 0.32 veces). Estos indicadores evidencian una relación equilibrada entre el crecimiento de las obligaciones y el patrimonio, asegurando una posición de solvencia holgada.

Análisis del desempeño del fondo de titularización.

El análisis financiero de la titularización evidencia un cumplimiento adecuado de las obligaciones, con una mejora en la capacidad de pago y estabilidad en los flujos comprometidos. Las cuentas bancarias han recibido los montos pactados, reflejando una gestión ordenada de los recursos. Además, el crecimiento de los ingresos operativos y la optimización del flujo a ceder han fortalecido la cobertura de pago. La existencia de mecanismos de garantía, como la Orden Irrevocable de Pago, refuerza la sostenibilidad y solidez del esquema financiero.

Cumplimiento del covenant financiero.

Según lo estipulado en el Decreto Legislativo N° 126, la entidad no puede ceder más del 20% de sus ingresos en un proceso de titularización. A la fecha de análisis, con base en la información proporcionada por la Sociedad Titularizadora y considerando la reestructuración de la emisión, CEPA ha destinado el 4.68% de sus ingresos al cumplimiento de sus obligaciones con el FTHVCPA01. Este porcentaje es inferior al 6.33% registrado en diciembre de 2023, reflejando una mejora en su capacidad de cumplimiento, manteniéndose dentro del límite normativo y honrando satisfactoriamente sus compromisos.

Cuentas Bancarias

Del análisis de las cuentas bancarias se constata que la cuenta colectora ha recibido oportunamente las cuotas de cesión, en cumplimiento con lo establecido en el contrato de titularización. Asimismo, la cuenta restringida mantiene el equivalente a una cuota de cesión, en línea con lo pactado contractualmente, lo que refleja un adecuado cumplimiento de las obligaciones con el fondo. PCR dará seguimiento continuo a estos flujos y verificará que tanto las cuentas discrecionales como las restringidas conserven los montos estipulados en el contrato de titularización.

Desempeño de Flujos Cedidos y Cobertura del Fondo de Titularización.

El análisis de los flujos comprometidos con el fondo y la capacidad de pago de los ingresos respecto a la cuota de cesión evidencian un sólido desempeño financiero para la titularización. Los ingresos operativos de la entidad han registrado un crecimiento en comparación con diciembre de 2023, mientras que la reducción del flujo anual a ceder, conforme al modelo financiero de la titularización, ha permitido que la cobertura aumente de 15.79 veces a 21.37 veces. Adicionalmente, considerando que el fondo cuenta con una Orden Irrevocable de Pago, se han tomado en cuenta los ingresos recaudados por el Aeropuerto Internacional de El Salvador, los cuales proporcionan una cobertura de 10.89 veces (diciembre 2023: 8.12 veces), representando el 9.18% del total de dichos ingresos.

INGRESOS TOTALES REALES Y PROYECTADOS								
	INGRESOS REALES				INGRESOS PROYECTADOS			
	dic-22	dic-23	dic-24	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
INGRESOS TOTALES	143.84	178.46	228.26	185.63	193.18	201.13	209.51	218.33
FLUJO POR CEDER	8.71	11.30	10.68	10.68	7.88	7.32	7.32	7.32
% DE INGRESOS CEDIDOS REALES	6.06%	6.33%	4.68%	5.8%	4.1%	3.6%	3.5%	3.4%
COBERTURA	16.51	15.79	21.37	17.4	24.5	27.5	28.6	29.8

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / **Elaboración:** PCR

Resumen de Estados Financieros no Auditados CEPA

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)						
Componentes	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
FONDOS	49.0	36.2	54.5	62.8	130.0	189.34
INVERSIONES FINANCIERAS	17.3	6.8	13.9	17.6	18.8	9.69
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	5.3	5.1	4.8	5.7	5.9	2.86
INVERSIONES EN BIENES DE USO	481.9	469.3	454.3	451.6	437.5	423.03
INVERSIONES EN PROJ. Y PROG.	69.0	64.7	68.2	72.3	91.7	138.26
TOTAL DE ACTIVOS	622.5	582.1	595.7	609.9	683.9	763.17
DEPÓSITOS DE TERCEROS	28.0	28.1	27.7	25.5	24.9	23.26
ACREEDORES MONETARIOS	-	-	-	-	-	27.98
ENDEUDAMIENTO INTERNO	87.3	87.5	87.5	85.6	104.1	95.60
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	41.5	38.3	29.3	20.9	15.5	10.28
ACREEDORES	57.5	35.1	37.3	43.4	72.7	71.80
TOTAL DE PASIVOS	214.3	188.9	181.8	175.4	217.3	228.91
PATRIMONIO	399.1	409.1	393.3	421.6	434.6	466.57
DETRIMENTO PATRIMONIAL	(0.0)	(0.0)	(0.0)	-	(0.0)	(0.00)
RESULTADO A LA FECHA	9.2	(15.8)	20.6	13.0	32.0	67.68
PATRIMONIO TOTAL	408.2	393.2	413.9	434.6	466.6	534.25
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	622.5	582.1	595.7	609.9	683.8	763.16

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILLONES)						
Componentes	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
INGRESOS						
FINANCIEROS Y OTROS	7.27	6.33	11.80	7.74	9.66	6.60
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.09	0.27	0.08	0.37	0.36	0.20
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	-	-	6.00	-	-	37.00
VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	113.53	70.61	108.45	124.41	161.12	173.04
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	4.79	2.62	7.07	11.32	7.32	11.42
INGRESOS TOTALES	125.69	79.83	133.40	143.84	178.46	228.26
GASTOS						
PERSONAL	44.18	43.17	52.73	56.72	56.43	52.24
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	20.45	15.42	16.67	20.72	20.93	27.47
BIENES CAPITALIZABLES	0.47	0.57	0.11	0.40	0.44	0.61
GASTOS FINANCIEROS	11.50	7.04	6.15	15.33	11.11	12.40
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	6.77	4.49	6.35	7.70	6.66	19.41
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	18.82	21.45	19.58	18.82	19.58	19.78
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	3.82	3.54	0.86	3.55	3.33	1.77
GASTOS TOTALES	106.01	95.68	102.45	123.23	118.47	133.69
SUPERAVIT (DEFICIT)	19.68	(15.84)	30.95	20.60	59.99	94.57
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	6.64	-	6.63	7.63	28.00	17.17
RETRIBUCIÓN FISCAL	3.85	-	3.72	-	-	9.72
UTILIDAD NETA	9.19	(15.84)	20.59	12.98	31.99	67.68

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS						
Componentes	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
RENTABILIDAD						
MARGEN BRUTO	85.02%	73.13%	85.32%	86.92%	89.03%	91.34%
MARGEN OPERATIVO	25.18%	-10.32%	27.89%	25.26%	40.09%	47.13%
MARGEN NETO	7.31%	-19.85%	15.44%	9.02%	17.93%	29.65%
MARGEN DE EBITDA	40.10%	16.37%	42.40%	38.34%	51.04%	55.77%
ROE (ANUALIZADO)	4.82%	-4.03%	7.48%	4.74%	12.86%	14.51%
ROA (ANUALIZADO)	1.48%	-2.72%	3.46%	2.13%	4.68%	8.87%
EBITDA	50.40	13.07	56.55	55.14	91.09	127.29
LIQUIDEZ						
LIQUIDEZ GENERAL	0.33	0.25	0.40	1.04	1.40	1.91
LIQUIDEZ ÁCIDA	0.23	0.19	0.30	0.77	1.18	1.80
CAPITAL DE TRABAJO NETO (US\$ MM)	-14.08	-15.15	8.07	3.4	43.6	95.8
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVO TOTAL	0.31	0.23	0.38	0.46	0.68	0.87
SOLVENCIA						
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	0.34	0.32	0.31	0.29	0.32	0.30
APALANCAMIENTO	0.52	0.48	0.44	0.40	0.47	0.49
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO	0.32	0.32	0.28	0.46	0.49	0.23
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	65.6%	67.5%	69.5%	71.3%	68.2%	61.1%
COBERTURA DE INTERESES	2.64	-1.08	5.94	2.31	6.19	8.26
DEUDA FINANCIERA A PASIVO	60.09%	66.58%	64.22%	113.98%	104.31%	46.25%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estados Financieros Auditados FTHVCPA01

BALANCE GENERAL						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (USD MILES)						
COMPONENTES	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
BANCOS	2,138	1,017	1,101	1,795	2,194	1,823
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	-
IMPUESTOS	-	-	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	10,641	8,619	8,711	10,529	9,835	7,088
ACTIVO CORRIENTE	12,779	9,636	9,812	12,324	12,029	8,911
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	58,349	49,937	51,823	40,520	29,840	21,960
GASTOS DE COLOCACIÓN	-	-	-	-	-	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	-
ACTIVO NO CORRIENTE	58,349	49,937	51,823	40,520	29,840	21,960
TOTAL ACTIVO	71,128	59,573	61,635	52,844	41,869	30,871
DOCUMENTOS POR PAGAR	487	404	391	215	558	166
COMISIONES POR PAGAR	6	1	1	1	1	1
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	16	34	28	28	27	27
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	14	2	4	7	9	10
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	9,049	6,291	3,417	8,826	8,577	6,507
PASIVO CORRIENTE	9,572	6,733	3,842	9,077	9,173	6,711
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	69,671	40,598	45,115	34,490	25,992	19,541
INGRESOS DIFERIDOS	-	19,916	19,923	16,613	13,304	9,994
PASIVO NO CORRIENTE	69,671	60,514	65,037	51,103	39,295	29,535
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	(8,090)	(8,115)	(7,674)	(7,245)	(7,337)	(6,599)
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	(25)	441	429	(92)	738	1,224
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	(8,115)	(7,674)	(7,245)	(7,337)	(6,599)	(5,376)
TOTAL PASIVO	71,128	59,573	61,635	52,844	41,869	30,871

Fuente: Hencorp Valores, Ltda, Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (USD MILES)						
COMPONENTES	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	3,309	3,309	3,319	3,309	3,309	3,309
INGRESOS POR INVERSIONES	-	-	-	5	-	-
OTROS INGRESOS	30	0	-	0	-	-
TOTAL INGRESOS	3,339	3,309	3,319	3,315	3,309	3,309
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	9	238	235	235	235	9
POR TITULARIZADORA DE ACTIVOS	-	-	-	-	194	152
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	26	26	26	26	26	26
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	4	4	4	4	4	4
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	-	-	-	-	-	-
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	-	-	-	-	-	-
POR SEGUROS	-	-	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	-	12	12	12	12	12
GASTOS POR ACTIVOS INMUEBLES TITULARIZADOS	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	39	279	276	276	245	202
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	3,049	2,586	2,611	3,128	2,325	1,883
GASTOS OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	3049	2586	2611	3128	2325	1883
OTROS GASTOS	276	3	3	3	2	-
TOTAL GASTO	3,364	2,868	2,890	3,407	2,572	2,086
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	(25)	441	429	(92)	738	1,224

Fuente: Hencorp Valores, Ltda, Titularizadora / Elaboración: PCR

FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA01 (US\$ MILES)

Cuota	Cesión
1-32	304,000
33-35	520,000
36-86	979,000
87-95	28,000
96-107	120,000
108-110	253,000
111-124	979,000
125-144	890,000
145-190	610,000

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.